



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2012

Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG

Reiser, Nina ; Von der Crone, Hans Caspar

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-71193>

Journal Article

Originally published at:

Reiser, Nina; Von der Crone, Hans Caspar (2012). Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG. Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 7(1):29-44.



Nina Reiser / Hans Caspar von der Crone*

Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Stand der laufenden Börsenrechtsrevision
- III. Geltende Mindestpreisregelung
 1. Bestandesschutz
 2. Zweck
 3. Gleichbehandlungsprinzip
 4. Wert der Kontrolle
 - 4.1 Verfügungsmacht als Mehrwert
 - 4.2 Kontrolle und Unternehmenswert
 - 4.3 Kontrolle und Risiko
 5. Kontrollprämie
 - 5.1 Such- und andere Transaktionskosten
 - 5.2 Mehrwert der Kotierung
 - 5.3 Entschädigung für künftigen Mehrwert
 - a. Gründer
 - b. Professioneller Investor
 - 5.4 Keine Entschädigung vergangener Kosten
 6. Mitverkaufsrecht und -pflicht in Private Equity-Finanzierungen
 - 6.1 Übliche Vereinbarung
 - 6.2 Funktion
 - 6.3 Vergleich zur Angebotspflicht bei Publikums-gesellschaften
 7. Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz
 8. Ergebnis
- IV. Opting Out und Opting Up
 1. Spannungsverhältnis
 2. Opting Out
 3. Opting Up
 4. Ergebnis
- V. Angebotspflicht und Fusion
- VI. Statutarische Festlegung des Mindestpreises
 1. Vergleich zu Mitverkaufsrecht und Mitverkaufspflicht in Private Equity-Finanzierungen
 2. Zusammenhang zwischen dem Komplexitätsgrad einer Norm und der Marktreife
 3. Abgrenzung der Kontrolle von der vollständigen Beherrschung
 4. Ausgestaltung im Einzelnen
- VII. Zusammenfassung

* Dr. iur. Nina Reiser, Rechtsanwältin, ist SNF Habilitandin am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich, Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, LL.M., Rechtsanwalt, ist Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich. Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <<http://www.rwi.uzh.ch/Pdoc-reiser.html>> sowie unter <<http://www.rwi.uzh.ch/vdc>>.

I. Einleitung

In der laufenden Börsenrechtsrevision steht die Abschaffung der Kontrollprämie nach Art. 32 Abs. 4 BEHG zur Diskussion (II.). Nach einer Analyse der geltenden Mindestpreisregelung (III.) folgen Ausführungen zu Opting Out und Opting Up (IV.) sowie zum Verhältnis von Angebotspflicht und Fusion (V.). Abschliessend wird die Alternative einer statutarischen Festlegung des Mindestpreises geprüft (VI.).

II. Stand der laufenden Börsenrechtsrevision

Die Mindestpreisregel ist in Art. 32 Abs. 4 BEHG verankert und lautet wie folgt: «Der Preis des Angebots muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.» Nach geltendem Recht ist die Bezahlung einer Kontrollprämie somit zulässig. In einem an das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) gerichteten Memorandum vom 21. Januar 2011 schlug die Übernahmekommission (UEK) die Abschaffung der Kontrollprämie bei Unternehmensübernahmen vor.¹ Anstoss zu diesem Vorschlag gab die öffentliche und parlamentarische Kritik an der bei der Übernahme der Quadrant AG bezahlten Kontrollprämie.² Den Quadrant Verwaltungsratsmitgliedern Niggli, Schenk, Müller und Gruebler wurde für ihre Beteiligung von 7,86 % der Stimmrechte eine Kontrollprämie von 33,14 % bezahlt. Zudem hatte die Anbieterin weiteren, nicht kontrollierenden Aktionären

¹ Vgl. Anhörung zur Kontrollprämie im Übernahmerecht, Medienmitteilung des SIF vom 25. Januar 2011, abrufbar unter <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/medieninformationen/00467/index.html?lang=de&msg-id=37372>>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012; Kontrollprämie, Memorandum der UEK vom 21. Januar 2011, abrufbar unter <<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/21917.pdf>>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012.

² Siehe zur Transaktion: Verfügungen der UEK 410/01 vom 29. Mai 2009 und 410/02 vom 16. Juni 2009; Verfügung der FINMA vom 8. Juli 2009; Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 (B-5272/2009).

(Swiss Small Cap Invest AG, Corisol Holding AG und KWE Beteiligungen AG) für deren Aktienpakete von insgesamt 11,13 % der Stimmrechte an Quadrant AG ebenfalls eine, wenn auch tiefere, Prämie bezahlt. Anderen Aktionären mit ähnlich grossen Beteiligungen und allen Kleinaktionären dagegen wurde im öffentlichen Kaufangebot nur gerade der Mindestpreis geboten.³ In der Verfügung vom 16. Juni 2009 in Sachen Quadrant AG hielt die UEK fest, dass die Bezahlung einer Kontrollprämie ausdrücklich im Gesetz vorgesehen sei und es somit nicht in ihrer Kompetenz liege, die Bezahlung einer solchen Prämie zu verbieten.⁴ In der Folge prüfte das SIF⁵ in einer Anhörung, ob das obengenannte Anliegen der UEK in die laufende Revision des Börsengesetzes (BEHG)⁶ aufgenommen werden soll.⁷ Die Vernehmlassung ergab das folgende Stimmungsbild: 22 Anhörungsteilnehmer sprachen sich für die Abschaffung der Kontrollprämie aus. Sechs Teilnehmer befürworteten im Sinne eines Kompromisses die Einschränkung der Kontrollprämie auf Kontrollbeteiligungen und zehn Teilnehmer wollten die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie beibehalten.⁸ Trotz der ausgesprochen heterogenen Zusammensetzung des Kreises der Anhörungsteilnehmer, von Kantonen, über Vertreter der Wirtschaftsverbände, der Börse, von Banken, bis zu weiteren «interessierten Kreisen» und einzelnen Rechtsanwälten wurde bei der Ermittlung des Stimmungsbildes allen Teilnehmern das gleiche Gewicht beigemessen. Das numerische Ergebnis ist damit nicht repräsentativ.

Gemäss der vom Bundesrat am 31. August 2011 verabschiedeten Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes⁹ soll Art. 32 Abs. 4 BEHG neu den folgenden Wortlaut haben: «Der Preis des Angebots muss mindestens gleich hoch sein wie der höhere der folgenden beiden Beträge: Börsenkurs oder höchster Preis, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der

Zielgesellschaft bezahlt hat.»¹⁰ Damit könnte der Angebotspflichtige dem Verkäufer der kontrollierenden Beteiligung keine Kontrollprämie mehr bezahlen. Zur Begründung wird angeführt, die Zulässigkeit von Kontrollprämien beeinträchtigt die Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz und verstosse zudem gegen das in Art. 1 BEHG verankerte Gleichbehandlungsprinzip.¹¹ Nach der Botschaft bedingt die vorgeschlagene Änderung keinen Verzicht auf das Opting Out (Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG).¹² Die Rechtskommission des Ständerates stimmte der Vorlage des Bundesrates einhellig zu.¹³ In der Debatte im Ständerat beantragte GEORGES THEILER, Art. 32 Abs. 4 E-BEHG zu streichen respektive das geltende Recht beizubehalten.¹⁴ Bei einer Abschaffung der Kontrollprämie würde der Grundsatz der Vertragsfreiheit eingeschränkt. Im Gegensatz zum Publikumsaktionär trage der Kontrollaktionär ein höheres Investitionsrisiko, habe höhere Kontrollkosten und Haftungsrisiken. Daher sei die Bezahlung einer Kontrollprämie gerechtfertigt. Ausserdem zeige eine Analyse der öffentlichen Kaufangebote der vergangenen Jahre, dass keine systematischen Ungleichbehandlungen von Publikumsaktionären erfolgt seien.¹⁵ Für die Beibehaltung der geltenden Mindestpreisregel äusserte sich auch PIRMIN BISCHOF. Er kritisierte, dass sich der Bundesrat für die Extremvariante des kompletten Verbotes der Kontrollprämie entschieden hatte, anstatt eine Kontrollprämie in den Fällen zu verbieten, in denen keine Kontrolle der Grossaktionäre vorliegt.¹⁶ Beide genannten Ständeräte wiesen darauf hin, dass die Kontrollprämie auf wichtigen konkurrierenden Finanzplätzen, wie namentlich in Delaware – dem marktführenden Aktienmarkt der USA – und Japan zugelassen ist.¹⁷ Als Argumente für die Änderung der geltenden Mindestpreisregelung entsprechend der Botschaft des Bundesrates wurde insbesondere das Gleichbehandlungsgebot und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz genannt.¹⁸ Der Ständerat beschloss im Anschluss an die Debatte mit 21 zu 11 Stimmen die Abschaffung der Kontrollprämie entsprechend der Botschaft.¹⁹

³ Vgl. Interpellation 09.3667, eingereicht am 12. Juni 2009 durch den Parlamentarier Hans Kaufmann: Mangelhafte Finanzmarktaufsicht oder fehlerhafte Gesetzgebung?; Finanz und Wirtschaft vom 13. Juni 2009, 23; Neue Zürcher Zeitung vom 9. Juli 2009, 23; Finanz und Wirtschaft vom 11. Juli 2009, 2 und L'AGEFI vom 28. August 2009, 12.

⁴ Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 i.S. Quadrant AG, E. 3.1.

⁵ Vgl. zur Börsenrechtsrevision <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00579/00607/01167/index.html?lang=de>>, zuletzt besucht am 19. Januar 2012.

⁶ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, SR 954.1.

⁷ Vgl. Anhörung zur Kontrollprämie im Übernahmerecht, Medienmitteilung des SIF vom 25. Januar 2011, abrufbar unter <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/medieninformationen/00467/index.html?lang=de&msg-id=37372>>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012.

⁸ Vgl. dazu den Bericht zur Anhörung zur Kontrollprämie vom 30. März 2011, abrufbar unter <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/02283/index.html?lang=de>>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012, 3 f.

⁹ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, 6890 f.

¹⁰ Art. 32 Abs. 4 E-BEHG; Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, 6890.

¹¹ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, 6890 f.

¹² Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, 6891.

¹³ Vgl. Medienmitteilung der Rechtskommission des Ständerates vom 21. Oktober 2011, abrufbar unter <<http://www.parlament.ch/d/suche/seiten/resultate.aspx?pdaffairidextracted=11.050&collection=MM&sort=MDATE&way=desc>>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012.

¹⁴ Antrag THEILER Amtl.Bull. 2011 StR.

¹⁵ Votum THEILER, Amtl.Bull. 2011 StR.

¹⁶ Votum BISCHOF, Amtl.Bull. 2011 StR.

¹⁷ Votum BISCHOF und Votum THEILER, Amtl.Bull. 2011 StR.

¹⁸ Votum RECORDON und Votum WIDMER-SCHLUMPF, Amtl.Bull. 2011 StR.

¹⁹ Amtl.Bull. 2011 StR.

Seit der Verabschiedung der Botschaft wurde das Thema der Kontrollprämie im Fall Bank Sarasin & Cie AG aktuell: Nach der Mitteilung durch die Rabobank, die Safra Gruppe und die Bank Sarasin & Cie AG, dass sich die Safra Gruppe verpflichtet hatte, 68 Prozent der Stimmrechte an der Bank Sarasin & Cie AG von der Rabobank zu erwerben,²⁰ brach der Aktienkurs der Bank Sarasin um etwa 15 Prozent ein.²¹ Dies, obwohl Analysten die Transaktion für Sarasin positiv einschätzten.²² Diese Kursentwicklung zeigt, dass der Markt davon ausgeht, dass Safra den Minderheitsaktionären ein Angebot zum Mindestpreis machen wird.²³

III. Geltende Mindestpreisregelung

1. Bestandesschutz

Wer eine kontrollierende Mehrheit erwirbt, geht aktuell davon aus, dass er sie als kontrollierende Mehrheit weiterveräussern kann. Das wird sich auf seine Bereitschaft auswirken, seinerseits eine Kontrollprämie zu bezahlen. Wer umgekehrt eine Minderheitsbeteiligung erwirbt, weiss, dass er bei einem Kontrollwechsel Anspruch auf eine Ausstiegsoption aber nicht auf den Preis hat, der dem kontrollierenden Aktionär bezahlt wird. Entsprechend wird er auch weniger für die Aktien bezahlen.

Änderungen einer geltenden Regelung müssen schon aus Rechtssicherheitsüberlegungen gut begründet sein. In qualifizierter Form gilt dies für Bestimmungen, die in den Rechtsbestand von Privaten eingreifen.²⁴ Eine Änderung der gesetzlichen Preisuntergrenze führt zu einem Vermögenstransfer vom kontrollierenden Aktionär zu den Minderheitsaktionären. Der Wert der kontrollierenden Beteiligung nimmt ab, derjenige der Minderheitsbeteiligung nimmt zu. Bei solchen Eingriffen in die Eigentumsrechte Privater ist grosse Zurückhaltung am Platz, um so mehr, als die bestehende gesetzliche Regelung bewusst gewählt wurde. Bei der Angebots-

pflcht handelt es sich um die wichtigste Neuerung, die mit dem BEHG im Bereich des Übernahmerechts im Januar 1998 in Kraft trat.²⁵ Im internationalen Verhältnis war die Angebotspflicht damals noch keine Selbstverständlichkeit.²⁶ Vor diesem Hintergrund kam es zur heute geltenden Regelung, in der die Angebotspflicht gewissen Einschränkungen unterworfen ist: Zunächst haben Publikumsgesellschaften die Möglichkeit, in den Statuten die Angebotspflicht ausser Kraft zu setzen (sog. Opting Out, Art. 22 Abs. 2 BEHG) oder den massgeblichen Schwellenwert auf 49 % anzuheben (sog. Opting Up, Art. 32 Abs. 1 BEHG). Sodann lässt das geltende Recht die Bezahlung einer Kontrollprämie nach Art. 32 Abs. 4 BEHG zu.²⁷ Ob diese Regeln nun die optimale Lösung sind oder ein Kompromiss im Rahmen des politisch Machbaren: Seit ihrem Inkrafttreten bildeten sie die Grundlage für zahllose Investitions- und Desinvestitionsentscheide. Entsprechend hohe Anforderungen sind an den Nachweis der Notwendigkeit einer Änderung der bestehenden Ordnung zu stellen. Die Änderung muss derart eindeutige Vorteile mit sich bringen, dass sich der Eingriff in die bestehenden Rechtspositionen klar rechtfertigen lässt. Dies soll nachfolgend untersucht werden.

2. Zweck

Ratio der Angebotspflicht²⁸ und der Mindestpreisregelung ist der Schutz der Minderheitsaktionäre vor einem für sie nachteiligen Kontrollwechsel. Sie sollen eine Ausstiegsoption zu einem angemessenen Preis (mindestens zum Börsenkurs) erhalten.²⁹ Umgekehrt soll der Anbieter bei der Festsetzung des Angebotspreises eine «gerechtfertigte» Kontrollprämie vom Preis abziehen können, den er zuvor für den Erwerb der Kontrolle bezahlt hat.³⁰ Der Börsenkurs entspricht dabei dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots respektive der Voranmeldung (Art. 40 Abs. 2 BEHG-FINMA). Massgebend ist der Durchschnittskurs

²⁰ Vgl. Medienmitteilung vom 25. November 2011.

²¹ Sarasin-Aktie unter Druck, NZZ Online vom 28. November 2011, abrufbar unter <http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/sarasin_nach_safra-uebernahme_unter_druck_1.13441481.html>, zuletzt besucht am 16. Januar 2012.

²² Sarasin brechen nach Übernahme ein, Handelszeitung Online vom 28. November 2011, abrufbar unter <<http://www.handelszeitung.ch/invest/sarasin-brechen-nach-uebernahme-ein>>, zuletzt besucht am 16. Januar 2012.

²³ Sarasin-Aktie unter Druck, NZZ Online vom 28. November 2011, abrufbar unter <http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/sarasin_nach_safra-uebernahme_unter_druck_1.13441481.html>, zuletzt besucht am 16. Januar 2012; Sarasin brechen nach Übernahme ein, Handelszeitung Online vom 28. November 2011, abrufbar unter <<http://www.handelszeitung.ch/invest/sarasin-brechen-nach-uebernahme-ein>>, zuletzt besucht am 16. Januar 2012.

²⁴ Vgl. Art. 26 BV. Siehe zur Eigentumsgarantie als Bestandessgarantie ULRICH HÄFELIN/WALTER HALLER/HELEN KELLER, Schweizerisches Bundesstaatsrecht, 7. Aufl. 2008, N 597 ff.

²⁵ Die im vorliegenden Zusammenhang relevanten Normen des BEHG wurden am 24. März 1995 erlassen und traten auf den 1. Januar 1998 in Kraft (AS 1997 2044).

²⁶ DANIEL DAENIKER, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich 2010, 95.

²⁷ Vgl. dazu auch DAENIKER (FN 26), 95; BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 3. Siehe zur Entstehungsgeschichte der Übernahmeregelung sodann RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf, 2010, N 1 ff.

²⁸ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 27), N 12.

²⁹ BGE 130 II 530, 543 E. 5.3.1, BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 4.

³⁰ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I, 1369, 1418; Empfehlung 0210/01 vom 14. April 2004 der UEK i.S. CIGC Holding SA und SGPR Holding SA, E. 3.2; BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 119.

über die 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung.³¹ Dadurch wird die Gefahr reduziert, dass der Kurs nach der Bekanntgabe gerade wegen der Person des Erwerbers sinkt, dass also der Erwerber, etwas pointiert gesagt, von einem allfälligen eigenen schlechten Ruf profitieren kann.

Minderheitenschutz darf nicht einfach mit Kleinanlegerschutz gleichgesetzt werden. Bei der Gesetzgebung im Bereich des Finanzmarktes kann und muss man davon ausgehen, dass die Aktionäre kompetent genug sind, um an der Börse aktiv zu sein. Aktionäre, denen die notwendigen Grundkenntnisse fehlen, sollten auf eigenes direktes Anlegen an der Börse verzichten. Spezifischer Kleinanlegerschutz ist eine Illusion. Der einzige Schutz, der Kleinanlegern geboten werden kann, liegt in einem gut funktionierenden Markt unter professionellen Teilnehmern. Funktioniert die Preisbildung unter den professionellen Marktteilnehmern, so bezahlt bzw. erhält auch der Kleinanleger als reiner «price taker» einen fairen Preis. Entscheidend ist damit, dass die Spielregeln klar und beständig sind und dass sie zum guten Funktionieren des Marktes beitragen. Das gilt auch für die Mindestpreisregelung.

Dass die Angebotspflicht dem Minderheitenschutz dient, bedeutet zudem nicht, dass sämtliche Aspekte des Minderheitenschutzes im Rahmen der Angebotspflicht anzugehen sind. Vielmehr sind insbesondere jene Probleme des Minderheitenschutzes, die sich allgemein, also nicht nur im Zusammenhang mit Kontrollwechseln und nicht nur bei kotierten Gesellschaften stellen, primär im Rahmen des Aktienrechts im engeren Sinn und nicht im Übernahmerecht zu regeln. Das gilt beispielsweise für das Problem allfälliger privater Vorteile der Kontrolle («private benefits of control»)³² oder von Interessenkonflikten kontrollierender Aktionäre, die im Verwaltungsrat vertreten sind. Rechnungslegungs- und Transparenzvorschriften haben sich als wirkungsvolle Instrumente zur Kontrolle des Verhältnisses zwischen der Gesellschaft und bedeutenden Aktionären erwiesen.³³ Sollte eine Analyse ergeben, dass sich bedeutende Aktionäre immer noch ungerechtfertigte Vorzüge oder Vorteile verschaffen können, ist dagegen ausserhalb des Kontextes eines Kontrollwechsels und nicht bloss mit Bezug auf kotierte Gesellschaften vorzugehen. Der allgemeine Schutz der Minderheitsaktionäre ist nicht im Börsenrecht, sondern im Aktienrecht zu regeln.

3. Gleichbehandlungsprinzip

Gegen die Kontrollprämie wird insbesondere vorgebracht, sie verstosse gegen das Gleichbehandlungsprinzip.³⁴ Normiert ist der aktienrechtliche Grundsatz der relativen Gleichbehandlung der Aktionäre im Zusammenhang mit der Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR) sowie als positive Handlungsmaxime für die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung (Art. 717 Abs. 2 OR).³⁵ Ungleichbehandlung ist möglich, wenn das Interesse der Gesellschaft es verlangt, die Anforderungen des sachlichen Grundes, der Erforderlichkeit und des Übermassverbots eingehalten werden und keine ungerechtfertigte Begünstigung oder Benachteiligung einer Gruppe vorliegt.³⁶

Der allgemeine Gleichbehandlungsgrundsatz gilt nur zwischen der Gesellschaft und den Aktionären und nicht unter den Aktionären. Gesellschaftsrechtlich gesehen bestehen zwischen den Aktionären keine Beziehungen und schon gar keine Pflicht zur Gleichbehandlung. Ein alltägliches Beispiel belegt dies plastisch: Eine Anlegerin kann ganz selbstverständlich zum gleichen Zeitpunkt von verschiedenen Aktionärinnen Aktien zu verschiedenen Preisen erwerben. Wenn der Zweckartikel des Börsengesetzes die Gleichbehandlung der Anleger zu den Zielen des Gesetzes zählt (Art. 1 BEHG), kann damit also nicht ein allgemeines «Recht auf gleichen Preis» gemeint sein. Vielmehr muss es um Chancengleichheit gehen, insbesondere etwa um gleichen Zugang zu Informationen.³⁷ Das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot ist also primär prozedural motiviert und damit nicht absolut zu verstehen. Das zeigt sich daran, dass das Aktienrecht die Ungleichbehandlung nicht verbietet, sondern erhöhten Begründungsanforderungen unterstellt. Soweit alle Aktionäre gleich behandelt werden, besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass ihre Rechte gewahrt werden. Werden hingegen die Aktionäre ungleich behandelt, steigt das Risiko eines Missbrauchs. Rechtsgeschäfte und Tathandlungen, die eine Ungleichbehandlung verschiedener Aktionäre mit sich bringen, sind deshalb spezifisch zu rechtfertigen.

³¹ HANS CASPAR VON DER CRONE, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Europainstitut Zürich, Bd. 27, Zürich 2000, 163; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 28 N 21.

³² Vgl. dazu auch die Ausführungen unter III.4.1.

³³ HANS CASPAR VON DER CRONE/NINA REISER/EVGENY PLAKSEN, Stimmrechtsaktien: Eine juristische und ökonomische Analyse, SZW 2010, 99 ff., 102.

³⁴ Vgl. z.B. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, 6883 und 6890; Memorandum UEK (FN 1), 12.

³⁵ PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich, 2009, § 13 N 679.

³⁶ BÖCKLI (FN 35), § 13 N 680; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern, 1996, § 39 N 67 f.; CLAIRE HUGUENIN, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich, 1994, 35.

³⁷ Vgl. zum Aktienrecht als Verfahren HANS CASPAR VON DER CRONE, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133 (1997), 90 ff.

Aus aktienrechtlicher Sicht stellt das in Art. 24 Abs. 2 BEHG geregelte übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgebot³⁸ eine Anomalie dar, weil es das Verhältnis unter den Aktionären regelt. Der potentielle Aktienkäufer wird zur Gleichbehandlung verschiedener potentieller Aktienverkäufer verpflichtet. Auch diese Gleichbehandlungspflicht ist prozedural bedingt. Wer öffentlich ein Angebot zum Kauf der Aktien macht, adressiert gleichzeitig alle Aktionäre – also muss er sich gegenüber allen Aktionären in gleicher Weise auf sein Angebot behaften lassen. Ein öffentlich gemachtes Versprechen begründet hier wie bei einer Auslobung (Art. 8 OR), einer Submission oder einer öffentlich angekündigten Versteigerung die Verpflichtung zur Gleichbehandlung aller Adressaten.

Zwischen der Kontrolltransaktion und dem nachfolgenden Pflichtangebot besteht kein vergleichbarer Zusammenhang. Genauso wie sich ein Aktienerwerber beim Aktienkauf mit verschiedenen Aktienverkäufern auf verschiedene Preise einigen kann, besteht kein notwendiger Konnex zwischen dem Vertrag über den Erwerb der kontrollierenden Beteiligung und dem anschliessenden Pflichtangebot an die verbleibenden Aktionäre. Die Mindestpreisregelung beim Pflichtangebot ist durch die rechtspolitische Zielsetzung bedingt, die mit der Angebotspflicht verfolgt wird. Nach geltendem Recht schafft die Angebotspflicht in erster Linie eine Ausstiegsoption. Minderheitsaktionäre sollen bei einem Kontrollwechsel die Gewissheit haben, zum Börsenkurs vor Veröffentlichung des Angebotes aussteigen zu können. Daneben soll die mögliche Kontrollprämie betragsmässig auf ein als vernünftig betrachtetes Mass begrenzt werden. Mit der propagierten neuen Regelung würde die Angebotspflicht zum Mitverkaufsrecht der Aktionäre zum gleichen Preis. Darin liegt eine grundlegende rechtspolitische Neuausrichtung. Man kann dies begrüssen oder ablehnen. Mit dem Hinweis auf den Gleichbehandlungsgrundsatz ist sie allerdings noch nicht begründet.

4. Wert der Kontrolle

4.1 Verfügungsmacht als Mehrwert

Für den Anbieter und sein Ansinnen der (Kontroll-) Übernahme hat das Aktienpaket des Kontrollaktionärs empirisch gesehen einen höheren Wert als die Summe einzelner Beteiligungspapiere.³⁹ So wird in unregulier-

ten Märkten den kontrollierenden Aktionären für deren Aktienpakete regelmässig ein höherer Preis pro Aktie bezahlt als den Minderheitsaktionären. Ein möglicher Grund für die Bereitschaft, einen Aufpreis für die Kontrolle zu bezahlen, könnte in den bereits erwähnten⁴⁰ Vorteilen liegen, die sich der Mehrheitsaktionär künftig zu Lasten der Minderheitsaktionäre verschaffen kann.⁴¹ Solche *private benefits of control* standen immer schon im Widerspruch zu den allgemeinen Regeln des Aktienrechts sowie teilweise sogar des Strafrechts. Mangels genügender Transparenz mag es aber schwer gefallen sein, solche Missbräuche zu erkennen und zu verfolgen. Diese Ausgangslage hat sich mit den bedeutend verschärften Rechnungslegungs- und Transparenzvorschriften bei Publikumsgesellschaften grundlegend verändert.⁴² Transparenz in Verbindung mit den Grundsätzen zur Handhabung von Interessenkonflikten beim Abschluss von Geschäften mit nahe stehenden Personen⁴³ und den Bestimmungen über die Rückerstattung von Leistungen (Art. 678 OR) lässt kaum mehr Raum für einen missbräuchlichen Zugriff des Mehrheitsaktionärs auf Ressourcen der Gesellschaft.⁴⁴

Sodann besteht kein Anlass, von der Naivität des Marktes auszugehen. Positive Tatsachen werden am Aktienmarkt aktiv kommuniziert. Dies gilt auch für das Verhältnis zwischen Mehrheit und Minderheit. Der kontrollierende Aktionär, der Transparenz und korrekten Umgang mit Interessenkonflikten ernst nimmt, wird dies aktiv bekanntmachen und nachvollziehbar dokumentieren. Schweigen wird deshalb nicht neutral, sondern negativ als Verschweigen interpretiert. Wer nichts sagt, hat jedenfalls nichts Gutes zu sagen. Schon das fehlende aktive

conseiller juridique, in: Ojha (Hrsg.), *Aspects pratique du droit de l'entreprise*, Zürich 2010 ff., 49. Vgl. auch die Studie von 2008 von PricewaterhouseCoopers: *Adjusting for control and marketability: a global survey of the use of discounts and premia in private company valuation*.

⁴⁰ Vgl. III.2.

⁴¹ YVES CHERIDITO/THOMAS SCHNELLER, *Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung*, Der Schweizer Treuhänder 6–7/2008, 418; DAENIKER (FN 26), 100 f.; STEPHAN NIKLAUS FREI, *Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, Die Übernahmeregulation im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG)*, 2. Aufl., Bern, 1998, 127 f.; CARL HELBLING, *Unternehmensbewertung und Steuern, Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere die Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in Deutschland*, 9. Aufl., Düsseldorf, 1998, 534 f.; CHRISTIAN KÖPFLI, *Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht*, Diss. Zürich, 2000, 56; RENÉ STRAZZER, *Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz, unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zwischen Bieter und Aktionär*, Diss. Zürich, 1993, 128.

⁴² VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN (FN 33), 99 ff., 102.

⁴³ BÖCKLI (FN 35), § 13 N 633 ff.; DANIEL DAENIKER, *Die zwei Hüte des Verwaltungsrates: Handhabung von Interessenkonflikten bei M&A-Transaktionen*, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VII*, Zürich, 2005, 113 ff.

⁴⁴ DAENIKER (FN 26), 101. Vgl. auch LINDER (FN 39), 100; LUIGI ZINGALES, *What Determines the Value of Corporate Votes?*, in: *The Quarterly Journal of Economics* 4/1995, 1072.

³⁸ Vgl. dazu BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 24 N 15.

³⁹ *Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993*, BBl 1993 I, 1369, 1418; TATJANA LINDER, *Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht – unter besonderer Berücksichtigung der Cross Conditionality*, Diss. Zürich, 2010, 99 ff., 100; GIORGIO MEIER-MAZZUCATO/MARC A. MONTANDON, *Wert- bzw. Preisperspektiven und Paketzu- und -abschlüsse bei der Unternehmensbewertung und bei Unternehmenstransaktionen*, TREX – Der Treuhandexperte 2011, 271 m.w.H.; FRANK GERHARD, *Evaluation d'entreprise – Pertinence pour le*

Einstehen für einen korrekten Umgang mit der Minderheit wird deshalb zu einem tieferen Aktienkurs führen und nicht erst der konkrete Missbrauch. Die Aktien einer kontrollierten Gesellschaft, deren Mehrheitsaktionär nicht glaubwürdig zum Schutz der Minderheitsinteressen steht, werden weniger kosten.⁴⁵ Damit erhöhen sich die Finanzierungskosten des Unternehmens. Der kontrollierende Aktionär hat also aus ökonomischer Sicht allen Anlass, angemessen mit den Minderheitsinteressen umzugehen.

Eine Kontrollprämie lässt sich deshalb nicht mehr einfach mit dem potentiellen Missbrauch der Kontrolle durch den Erwerber begründen. Vielmehr muss eine Preisdifferenz Ausdruck des Werts sein, den der Markt der direkten Einflussmöglichkeit auf die Unternehmenspolitik beimisst.⁴⁶ Der kontrollierende Aktionär kann nicht nur das Geschäftsmodell bestimmen, sondern auch über die Nutzung der personellen, materiellen und immateriellen Ressourcen des Unternehmens entscheiden. Zudem kann der Erwerber durch den Kontrollkauf Synergien mit bereits ihm gehörenden Unternehmen schaffen und seine Stellung im Wettbewerb verbessern.⁴⁷ Der Mehrwert des Kontrollpakets beruht also auf der Verfügungsmacht über das von der Gesellschaft betriebene Unternehmen. Die Kontrollprämie ist der «kapitalisierte Wert der Verfügungsmacht».⁴⁸ Empirische Untersuchungen zum US-amerikanischen Markt zeigen denn auch den Zusammenhang zwischen der Relevanz dieser Verfügungsmacht und der Höhe der Kontrollprämie. So nimmt der Wert der stimmrechtlichen Kontrolle zu, wenn im betreffenden Unternehmen eine Kontrolltransaktion ansteht.⁴⁹ Dann hängt der Wert der Kontrolle davon ab, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein Kontrollwechsel einen Wechsel des Managements zur Folge hat und was der betreffende Wechsel auf der Unternehmensführungsebene für den Unternehmenswert bedeutet. Ist die Wahrscheinlichkeit eines Führungswechsels klein und/oder ist der potentielle Mehrwert eines solchen Wechsels gering (weil die betreffende Gesellschaft

gut geführt wird), ist auch der erwartete Wert der Kontrolle und damit einhergehend die Kontrollprämie klein.⁵⁰

4.2 Kontrolle und Unternehmenswert

Nicht nur der Anbieter profitiert vom Mehrwert der Kontrolle. Gemäss verschiedenen ökonomischen Untersuchungen⁵¹ kann sich die Kontrolle positiv auf den Wert von Publikumsgesellschaften auswirken. Das gilt auch für schweizerische Publikumsgesellschaften.⁵² Die positive Wirkung von grösseren Beteiligungen lässt sich mit dem Prinzipal-Agent-Modell erklären. Ein Aktionär mit einer kontrollierenden Beteiligung ist nicht nur eher in der Lage, die Führungsorgane wirkungsvoll zu überwachen, sondern er hat auch einen grösseren Anreiz, diese Überwachungsfunktion tatsächlich wahrzunehmen. Je grösser sein Anteil an der Gesellschaft ist, desto grösser ist auch der Anteil am Mehrwert aus besserer Kontrolle, der ihm indirekt über die Steigerung des Unternehmenswerts zugutekommt. Damit lohnt sich für ihn auch eine entsprechend grössere Kontrollinvestition.

Von der Steigerung des Unternehmenswerts profitieren alle Aktionäre, insbesondere auch die rein passiven, voll diversifizierten Anleger. Die volkswirtschaftliche Bedeutung dieses positiven externen Effekts darf nicht unterschätzt werden. Für die meisten Anleger ist die diversifizierte Anlage aufgrund ihrer beschränkten Risikotragfähigkeit die einzige rationale Strategie. Dies gilt nicht nur für den überwiegenden Teil der Privatpersonen, sondern beispielsweise auch für die Institutionen der beruflichen Vorsorge. Gerade solche diversifizierten Aktionäre aber profitieren besonders ausgeprägt vom Übertragungseffekt (spill-over effect) aus der Einflussnahme von aktiven Aktionären.⁵³ Schliesst man eine Kontrollprämie aus, so reduziert dies tendenziell die Attraktivität der kontrollierenden Stellung in einer Aktiengesellschaft, was sich potentiell negativ auf den Unternehmenswert und damit auch zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirkt.

⁴⁵ Siehe dazu auch HANS CASPAR VON DER CRONE, Die Einhaltung von Regeln betreffend die Emission von Effekten, in: Kolloquium Alain Hirsch – Die Führung der Gesellschaften und die Einhaltung der Regeln, Zürich 1996, 90 ff., insbesondere 91.

⁴⁶ HANS CASPAR VON DER CRONE, Kontrolltransaktionen im Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Festgabe zum schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 29 ff., 31; DAENIKER (FN 26), 107.

⁴⁷ ANDREAS HÜNERWADEL, Die gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Hauptaktionärs beim Kontrollkauf einer privaten Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, 1995, 50; MARCUS LUTTER, Zur Treuepflicht des Grossaktionärs, Juristenzeitung, Tübingen 1976, 462; KLAUS RUPPRECHT, Pakethandel und Paketzuschläge im amerikanischen und deutschen Aktienrecht, Diss. Tübingen, 1973, 161 ff.

⁴⁸ VON DER CRONE (FN 46), 31 und 34; HÜNERWADEL (FN 47), 51; RUPPRECHT (FN 47), 205 und 244.

⁴⁹ ZINGALES (FN 44), 1049 ff., 1052, 1071; SVEN HELMIS, Die Regulierung von Unternehmensübernahmen aus ökonomischer Sicht, Diss. Lohmar, 2003, 155.

⁵⁰ ASWATH DAMODARAN, The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials, 2005, verfügbar bei SSRN, abrufbar unter <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=837405>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012, passim.

⁵¹ Vgl. die in KARL HOFSTETTER, One size does not fit all: Corporate Governance for «Controlled Companies», North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation 31, 609 ff. zitierten Studien. Das Ergebnis ist aber nicht ganz eindeutig. Es gibt auch Studien, die zum gegenteiligen Ergebnis gelangen (HOFSTETTER, 611 ff.). Vgl. dazu auch DAENIKER (FN 26), 104.

⁵² VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN (FN 33), 94 ff. So auch RUDOLF VOLKART/DANIEL DAENIKER/KARL HOFSTETTER, Gegen eine Abschaffung der Kontrollprämie – Vom Bundesrat angestrebte Anpassung an EU-Recht raubt der Schweiz einen Wettbewerbsvorteil, in: Neue Zürcher Zeitung vom 25. November 2011, 37.

⁵³ VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN (FN 33), 98 f.

4.3 Kontrolle und Risiko

Wer eine Publikumsgesellschaft kontrollieren will, kann nicht gleichzeitig diversifiziert anlegen. Er hat sich vielmehr auf eine oder allenfalls auf einige wenige Gesellschaften zu konzentrieren. Kontrolle bedingt damit den Verzicht auf Diversifikation. Dieser Verzicht ist mit Kosten verbunden, da die diversifizierte Anlage die kostenlose Beseitigung des firmenspezifischen Risikos der einzelnen Teilanlagen erlaubt. Investiert ein Anleger nicht diversifiziert, so hat er bei der Bewertung der Anlage das firmenspezifische Risiko in Abzug zu bringen: Die konzentrierte Anlage ist riskanter als die diversifizierte und dieses zusätzliche Risiko reduziert den Wert der Beteiligung. Das Halten einer kontrollierenden Beteiligung macht somit nur Sinn, wenn sich der kontrollierende Aktionär in der Lage sieht, einen klaren Mehrwert zu schaffen. Von einem solchen Mehrwert aber profitieren die diversifiziert investierten Minderheitsaktionäre in höherem Mass, als der kontrollierende Aktionär selbst. Anders als der kontrollierende Aktionär müssen sie nämlich keine Risikoprämie für konzentrierte Anlage in Abzug bringen. Auch diese Überlegung zeigt, dass aus der Sicht der Minderheitsaktionäre die kontrollierende Einflussnahme eher erleichtert als erschwert werden sollte.

5. Kontrollprämie

Lässt man die Kontrollprämie zu, so wird der Markt über ihre Bezahlung und gegebenenfalls ihre Höhe entscheiden. Der Erwerber einer kontrollierenden Beteiligung wird dann bereit sein, eine Kontrollprämie zu bezahlen, wenn ihm der Kontrollenerwerb einen ökonomischen Vorteil bringt. Dieser ökonomische Vorteil kann im Wegfall von Such- und anderen Transaktionskosten (hinten 5.1), im Mehrwert der Kotierung (hinten 5.2) oder in der Erwartung eines künftigen Mehrwerts (hinten 5.3) liegen. Keine Kontrollprämie wird der Verkäufer für Kosten verlangen können, die ihm in der Vergangenheit im Zusammenhang mit der kontrollierenden Beteiligung angefallen sind (hinten 5.4). Im Übrigen handelt es sich auch bei Entschädigungen für zusätzliche Leistungen der Verkäuferin, wie etwa eine umfassende Gewährleistung, um keine Kontrollprämie.

5.1 Such- und andere Transaktionskosten

Der Aufbau einer kontrollierenden Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft kann Such- und anderen Transaktionskosten verursachen. Dies gilt insbesondere für den Beteiligungsaufbau über die Börse, der mit substantiellen Risiken verbunden ist. Der Erwerber hat den Beteiligungsaufbau spätestens beim Überschreiten der Schwelle von drei Prozent offenzulegen. Damit wird seine positive Einschätzung des Unternehmens als mögliches Akquisitionsziel allgemein bekannt. Der Mehrwert, den er sich durch die Analyse möglicher Akquisitionsziele

geschaffen hat, verliert mit der Offenlegung seine private Natur. Mögliche Gegenspieler können die Information zu ihrem eigenen Vorteil ausnutzen: Direkte Konkurrenten werden ein Interesse daran haben, der Akquisition zuvorzukommen, oder sie zu verteuern. Finanzinvestoren werden taktische Positionen aufbauen, in der Hoffnung, den Erwerber später unter Druck setzen und zur Übernahme der Positionen zu einem möglichst hohen Preis zwingen zu können. Hinzu kommen Reputationsrisiken. Das Scheitern eines Akquisitionsprojektes wird im Markt als Misserfolg gewertet, der das strategische Geschick und Urteilsvermögen des verantwortlichen Managements in Frage stellt.

Kann die kontrollierende Beteiligung demgegenüber aus einer Hand erworben werden, so führt diese zu markant tieferen Suchkosten und Transaktionsrisiken. Der bestehende kontrollierende Aktionär wird ein Teil dieser Kostenvorteile für sich beanspruchen und der Erwerber wird bereit sein, dem in der Form einer Kontrollprämie Rechnung zu tragen.⁵⁴ Die potentiellen Kostenvorteile eines direkten Kontrollenerwerbs aus der Einsparung der Suchkosten lassen sich nur im Einzelfall quantifizieren. Die typischen Beratungs- und Transaktionskosten bei Akquisitionen geben aber Hinweise auf die Grössenordnungen. Vorliegend wird angenommen, diese belaufen sich auf etwa fünf Prozent des Unternehmenswertes.⁵⁵ Fünf Prozent des Unternehmenswertes sind beispielsweise zehn Prozent einer hälftigen Kontrollbeteiligung. Damit lassen sich folglich maximal Suchkosten im Umfang von zehn Prozent der hälftigen Kontrollbeteiligung eliminieren. Höher dürfte der Betrag ausfallen, wenn von vornherein mit dem Interesse von Konkurrenten oder Finanzinvestoren zu rechnen ist, so dass man von akuten Transaktionsrisiken ausgehen muss. In jedem Fall aber wird der Verkäufer nicht die ganzen Suchkostenvorteile für sich beanspruchen können. Vielmehr ist davon auszugehen, dass sich der Verkäufer und der Käufer die Suchkostenvorteile untereinander aufteilen werden. Somit ist eine Prämie für Suchkosten in der Grössenordnung von fünf bis fünfzehn Prozent wahrscheinlich.

Soweit Kontrollprämien Suchkostenvorteile abgelten, dürften sie sich also in der unteren Hälfte des aktuell vom Gesetzgeber zugelassenen Spektrums von einem Drittel bewegen.

5.2 Mehrwert der Kotierung

Die Kotierung hat für die betreffende Gesellschaft verschiedene Vorteile: Zunächst erleichtert sie künftige Ei-

⁵⁴ HÜNERWADEL (FN 47), 50; LINDER (FN 39), 100.

⁵⁵ In diesem Sinne auch RUPPRECHT und HÜNERWADEL, wonach die Ersparnis von Zeit und Kosten des Zusammenkaufens einzelner Aktienpositionen nur eine bescheidene Kontrollprämie rechtfertigt (HÜNERWADEL (FN 47), 50; RUPPRECHT (FN 47), 165 f., LINDER (FN 39), 100).

genkapitalbeschaffung. Dann vereinfacht sie die Fremdkapitalbeschaffung, da Banken aufgrund der durch die strengereren Vorschriften für börsennotierte Gesellschaften erhöhten Transparenz eher zum Abschluss von Kreditverträgen bereit sind. Schliesslich leistet die Kotierung einen bedeutenden Beitrag zur Governance der Gesellschaft. Die Beurteilung der Gesellschaft durch den Markt liefert eine externe, objektive Referenz für die Leistung des Managements. Diese externe Einschätzung kann einem Investor die Führung der Gesellschaft erleichtern. Eine Kotierung schafft deshalb regelmässig Mehrwert, während umgekehrt eine Dekotierung Wert vernichten kann. Dazu kommt es insbesondere dann, wenn die Gesellschaft nach der Übernahme nicht in eine andere kotierte Gesellschaft integriert wird.⁵⁶

Hinzu kommt, dass eine Aufrechterhaltung der Kotierung den Kapitalbedarf für eine Übernahme reduziert. Der Käufer kann aus verschiedenen Gründen an einer Weiterführung der Eigenkapitalfinanzierung über den Markt interessiert sein. Besonders wichtig ist der Fall des Unternehmens, das sich in einer Krise befindet, ohne formell ein Sanierungsfall zu sein. Einem aktiven Investor wird eine vollständige Übernahme möglicherweise als zu riskant erscheinen. Denkbar ist aber auch, dass ein potentieller Kontrollwerber schlicht nicht über die notwendigen Ressourcen verfügt, um die bestehende Eigenkapitalfinanzierung über den Markt vollständig zu ersetzen.⁵⁷ Auch in diesen Fällen enthält die Kotierung einen Mehrwert.

Der Kontrollwerber, der am Mehrwert der Kotierung interessiert ist, wird dafür eine Prämie entrichten. Den Minderheitsaktionären wird er ein Pflichtangebot zum Börsenkurs unterbreiten und sie davon zu überzeugen versuchen, ihre Beteiligung mit Blick auf eine positive Unternehmensentwicklung zu behalten und auf die Annahme des Angebots zu verzichten. Eine zwingende preisliche Gleichbehandlung dagegen wird fast notwendigerweise zur vollständigen Übernahme der Gesellschaft und damit zur Dekotierung führen. Indirekt wird die potentielle Wertvernichtung durch Dekotierung auch die Minderheitsaktionäre betreffen: Die Zahl der potentiellen Übernahmeszenarien reduziert sich, was sich negativ auf den Marktwert der Gesellschaft auswirken dürfte.

5.3 Entschädigung für künftigen Mehrwert

Über eingesparte Suchkosten und den Mehrwert der Kotierung hinaus wird der Veräusserer einer kontrollierenden Beteiligung nur dann eine Kontrollprämie verlangen können, wenn er einen nachhaltigen, das heisst den Kontrollwechsel wahrscheinlich überdauernden und

potentiell noch steigerungsfähigen Mehrwert schafft, der die Kosten der fehlenden Diversifikation mehr als nur ausgleicht. Ein solcher nachhaltiger Mehrwert aber wird langfristig auch den Minderheitsaktionären zugutekommen.

Im Vordergrund stehen die zwei Konstellationen des Gründers und des professionellen Investors.

a. Gründer

Im Fall des Unternehmensgründers ist das Unternehmen häufig stark durch die Persönlichkeit des Gründers geprägt. Der Gründer hatte in der Aufbauphase typischerweise gar keine Alternative zur konzentrierten Investition seines ganzen Vermögens im Unternehmen. Umgekehrt ist die Person des Gründers für die Minderheitsaktionäre bis zu einem gewissen Grad ein Garant für die erfolgreiche Führung des Unternehmens. Diese Ausgangslage zwingt den Gründer faktisch dazu, eine kontrollierende Stellung beizubehalten. Einem Abbau der Beteiligung und einem Übergang zu einer diversifizierten Anlage wird nicht nur die oft beschränkte Liquidität des Marktes entgegenstehen, sondern vor allem auch die negative Signalwirkung, die mit einem solchen Ausstieg verbunden ist. Auf einer ersten Ebene ist es also der drohende Minderwert beim Beteiligungsabbau, der die Beibehaltung der nicht diversifizierten Position als ökonomisch sinnvoll erscheinen lässt.

Eine typische Strategie des Gründers bzw. seiner Familie liegt deshalb darin, den Unternehmenswert während der Dauer der Kontrolle durch aktive Einflussnahme zu maximieren und den so geschaffenen Mehrwert zu geeignetem Zeitpunkt durch Veräusserung der kontrollierenden Beteiligung beispielsweise an einen industriellen Käufer zu realisieren. Konnte der Gründer nachhaltigen und potentiell steigerungsfähigen Mehrwert schaffen, wird er sich durch eine Kontrollprämie für die vorangehenden Anstrengungen zur nachhaltigen Wertmaximierung entschädigen lassen können.

b. Professioneller Investor

Für einen professionellen Investor kann der Wert einer konzentrierten Anlage höher sein als der Wert einer diversifizierten Anlage, wenn er über ein gutes Verständnis des Marktes oder über Fähigkeiten verfügt, aufgrund welcher er die betreffende Gesellschaft besser führen kann als das frühere Management.⁵⁸ In diesem Fall entstehen dem Mehrheitsaktionär durch die konzentrierte Anlage (im Vergleich zur diversifizierten Anlage) keine Nachteile. Die konzentrierte Anlage gewinnt vor allem deswegen an Wert, weil der professionelle Anleger das Management kontrolliert und mindestens teilweise die

⁵⁶ CHERIDITO/SCHNELLER (FN 41), 418 ff.

⁵⁷ RUPPRECHT (FN 47), 161.

⁵⁸ Ähnlich DAMODARAN (FN 50), passim.

dadurch entstehenden Kosten trägt.⁵⁹ Gelingt es ihm, nachhaltigen Mehrwert zu schaffen, wird auch der professionelle Investor in der Lage sein, vom Erwerber der kontrollierenden Beteiligung eine Kontrollprämie zu verlangen.

5.4 Keine Entschädigung vergangener Kosten

Suchkosten und Mehrwert der Kotierung dürften nur eine beschränkte Prämie rechtfertigen. Im Fall des künftigen Mehrwerts kann dies anders aussehen. Der Verkäufer wird sich dabei allerdings nur für die Zukunft und nicht für die Vergangenheit entschädigen lassen können. Für das erhöhte Risiko etwa, dass der Verkäufer bisher in Kauf nahm, weil er auf eine diversifizierte Anlage verzichtete, wird er sich vom Käufer nicht entschädigen lassen können. Die betragsmässig bedeutende Kontrollprämie ist also immer Entschädigung für potentiellen künftigen unternehmerischen Mehrwert und nie Entschädigung vergangener Kosten.⁶⁰ Lässt sich ein solcher Mehrwert realisieren, so profitieren davon auch die Minderheitsaktionäre. Der langfristig denkende Minderheitsaktionär sollte der Kontrollprämie deshalb gelassen gegenüber stehen. Eine substantielle Kontrollprämie wird nur bezahlen, wer sicher ist, dass er im Unternehmen künftig Mehrwert schaffen kann. Die Kontrollprämie ist damit der Tatbeweis für die positive Einschätzung der Zukunft des Unternehmens und für die Entschlossenheit, auf diese positive Zukunft hinzuarbeiten.

6. Mitverkaufsrecht und -pflicht in Private Equity-Finanzierungen

Bei nicht-kotierten Gesellschaften besteht keine gesetzliche Angebotspflicht, und eine solche liesse sich auch nicht statutarisch vorsehen. Art. 680 OR schliesst jede Einführung von statutarischen Aktionärspflichten aus. Immerhin lässt sich ein wirtschaftlich ähnliches Ergebnis über einen Aktionärsbindungsvertrag erzielen, etwa indem sich der kontrollierende Aktionär verpflichtet, seine Beteiligung nur unter der Bedingung zu verkaufen, dass der Erwerber den Minderheitsaktionären ein Angebot zur Übernahme ihrer Titel unterbreitet. Üblich sind solche Regelungen insbesondere im Bereich der Private Equity.⁶¹ Sie stellen insofern ein interessantes Referenz-

modell dar, als sie zeigen, was professionelle Parteien unter völliger Vertragsfreiheit für Kontrollwechselsituationen vereinbaren. Private Equity bedeutet wörtlich übersetzt privates Eigenkapital und wird in der Praxis mit unterschiedlicher Bedeutung verwendet.⁶² Vorliegend soll die folgende Definition als Grundlage dienen: «Private Equity ist eine private Finanzierungsart, bei der Finanzinvestoren Unternehmen mit Risikokapital finanzieren.»⁶³ Als private Finanzierungen gelten Finanzierungen, die nicht über eine Börse erfolgen.⁶⁴ Sie werden von den Parteien individuell ausgehandelt.⁶⁵

6.1 Übliche Vereinbarung

In Private Equity Aktionärsbindungsverträgen finden sich standardmässig Mitverkaufsrechte («Tag-along», «Come-along», «Go-along», «Co-Sale Right».)⁶⁶ Darunter versteht man das Recht eines Aktionärs, seine Aktien zusammen mit dem verpflichteten Aktionär an einen Dritten verkaufen zu dürfen.⁶⁷ Die mitverkaufsbelasteten Aktionäre sind regelmässig verpflichtet sicherzustellen, dass der Dritterwerber bei Ausübung des Mitverkaufsrechts die entsprechenden Aktien der ausübenden Aktionäre miterwirbt. Falls der Dritte diese Aktien nicht erwerben will oder kann, wird in der Regel der das Mitverkaufsrecht auslösende Verkauf einer Kontrollbeteiligung nicht erfolgen.⁶⁸ Für den verkaufswilligen Aktionär stellt das Mitverkaufsrecht daher regelmässig eine erhebliche Übertragungsbeschränkung dar. Je nach der vertraglichen Ausgestaltung des Mitverkaufsrechts hat dessen Ausübung durch ausübungsberechtigte Aktionäre die folgenden Konsequenzen:⁶⁹

- Der verkaufswillige Aktionär kann nur einen Teil der von ihm zum Verkauf stehenden Aktien veräussern; oder

und der Schweiz Mitverkaufsrechte bei allen ihren Finanzierungen einsetzen und weitere 19 Prozent der Investoren Mitverkaufsrechte zwar nicht immer, aber oft einsetzen (LORENZO TREZZINI, Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital, Diss. Zürich, St. Gallen, 2005, 285).

⁵⁹ JÜRIG FRICK, Private Equity im Schweizerischen Recht, Diss. Zürich, St. Gallen, 2009, N 7 ff. und FN 13.

⁶⁰ FRICK (FN 62), N 12.

⁶¹ ULYSSES VON SALIS-LÜTOLF, Risiko- und Gewinnverteilung bei privaten Finanzierungen, SJZ 2001, 213; ULYSSES VON SALIS-LÜTOLF, Private Equity Finanzierungsverträge, in: Funktion – Recht – Steuern, Baden-Baden, 2002, N 40.

⁶² FRICK (FN 62), N 15.

⁶³ TREZZINI (FN 61), 285.

⁶⁴ Vgl. z.B. FRICK (FN 62), N 1234; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 36), § 2 N 45; BEAT KÜHNI, Exitregelungen in Venture Capital/Private Equity Finanzierungen – Ausgestaltung, Durchsetzung und Schranken, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge), 147, 184; VON SALIS-LÜTOLF (FN 64), 222 f.

⁶⁵ KÜHNI (FN 67), 184.

⁶⁶ Vgl. dazu KÜHNI (FN 67), 185 m.w.H.

⁵⁹ LINDER (FN 39), 100 m.w.H. Neben der mit der Aufsicht der Gesellschaft verbundenen Kosten stellt die Kontrollprämie somit auch eine Entschädigung für das vom Grossaktionär getragene Zusatzrisiko dar (MARCO GRUBER, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Diss. Freiburg, Zürich, 1996, 106; FREI (FN 41), 128).

⁶⁰ Daran ändert auch der Umstand nichts, dass nach heutigem Recht auch eine Prämie bezahlt werden darf, wenn dies nicht der Fall ist (vgl. dazu MATTHIAS COURVOISIER, Kontrollprämien sind kein Wettbewerbsvorteil, in: Neue Zürcher Zeitung vom 8. Dezember 2011, 33).

⁶¹ TREZZINI zeigt in seiner Studie, dass 67 Prozent der befragten Venture-Capital- und Buy-out-Investoren in Deutschland, Österreich

- er muss den Erwerber verpflichten, die zusätzlich von anderen ausübenden Aktionären zum Mitverkauf angebotenen Aktien auch mit zu erwerben; oder
- er darf keine der von ihm zum Verkauf stehenden Aktien veräußern, falls der Dritte die zusätzlich von den anderen ausübenden Aktionären zum Mitverkauf angebotenen Aktien nicht mit übernehmen will oder kann.

Die Auslösung des Mitverkaufsrechts wird in der Praxis in der Regel an den Verkauf einer Kontrollbeteiligung an Dritte und manchmal auch an den Kontrollwechsel innerhalb der bestehenden Aktionäre geknüpft.⁷⁰

Gegenstück zum Mitverkaufsrecht ist die Mitverkaufspflicht («Drag-along», «Bring-along», «Take-along»): In der Regel sind Private Equity-Investoren nicht nur ausstiegsberechtigt, sondern auch ausstiegsverpflichtet.⁷¹

6.2 Funktion

Das Mitverkaufsrecht und die Mitverkaufspflicht haben verschiedene Funktionen. Einerseits soll das Mitverkaufsrecht verhindern, dass Minderheitsaktionäre nach dem Ausstieg des Private Equity-Investors mit einer nicht-kotierten und damit potentiell illiquiden Position zurückbleiben.⁷² Andererseits soll der Private Equity-Investor durch die Mitverkaufspflicht in die Lage versetzt werden, in einer Transaktion wertmaximierend über die ganze Gesellschaft verfügen zu können.⁷³ Während die Angebotspflicht des Börsengesetzes asymmetrisch als reines Minderheitenrecht ausgestaltet ist, binden Mitverkaufsrecht und -pflicht von Private Equity-Aktionärsbindungsverträgen symmetrisch alle Aktionäre in die Kontrolltransaktion ein. Dieser Ausgangslage entspricht auch die Preisbestimmungsregel. In der Transaktion über die Gesamtheit des Aktienkapitals entfällt die Kontrollprämie.⁷⁴ Weil die Aktionäre nicht nur verkaufen können, sondern auch verkaufen müssen, erhalten sie den gleichen Preis: Mit der preislichen Gleichbehandlung werden die Minderheitsaktionäre für das Kaufrecht (Call-Option) entschädigt, das sie dem Private Equity-Investor einräumen und das ihnen im Kontrollwechsel fall die Aussicht auf künftige Wertsteigerung ihre Beteiligung nimmt.

6.3 Vergleich zur Angebotspflicht bei Publikums-gesellschaften

Der Vergleich zwischen der Angebotspflicht bei Publikums-gesellschaften und dem Standard für Private Equity-Finanzierungen erlaubt zwei Aussagen zur Angebotspflicht für kotierte Gesellschaften:

Erstens lässt sich eine Preisdifferenzierung zwischen der Kontrolltransaktion und dem Pflichtangebot wie sie der geltende Art. 32 BEHG vorsieht auch mit der asymmetrischen Natur der Angebotspflicht erklären, die den Minderheitsaktionär nur zum Verkauf berechtigt, nicht aber verpflichtet. Private Equity-Aktionärsbindungsverträge sehen in der Regel eine symmetrische Kombination von Mitverkaufsrecht und Mitverkaufspflicht vor.⁷⁵ Der Minderheitsaktionär erhält den gleichen Preis, übernimmt dafür aber seinerseits eine Verpflichtung zum Mitverkauf: Er schreibt eine Call-Option. Beim asymmetrischen Mitverkaufsrecht, wie es das Börsengesetz vorsieht, besteht keine solche Call-Option zu Lasten des Minderheitsaktionärs. Das asymmetrische Mitverkaufsrecht hat deshalb für die Minderheitsaktionäre einen höheren Wert als die symmetrische Kombination von Verkaufsrecht und -pflicht.

Zweitens zeigt der Vergleich mit Private Equity-Aktionärsbindungsverträgen, dass in der Praxis ein Bedürfnis zur differenzierten Regelung von Ausstiegsszenarien besteht. In dieser Hinsicht wäre die geltende Regelung der Angebotspflicht einer Überprüfung zu unterziehen. Insbesondere stellt sich die Frage nach erweiterten Anpassungsmöglichkeiten in den Statuten. So könnte die gesetzliche Preisuntergrenze durch eine statutarische ersetzt werden (vgl. dazu hinten VI.). Möglich wäre es auch, den mit dem Squeeze Out nach Art. 33 BEHG und der Squeeze Out Fusion nach Art. 18 Abs. 5 FusG eröffneten Weg weiterzubeschreiten, indem die Statuten beispielsweise schon ab einem Erwerb von zwei Dritteln der Aktien ein Recht zur Übernahme der verbleibenden Aktien einräumen könnten.

7. Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz

Neben dem Gleichbehandlungsprinzip wird in der Botschaft für die Abschaffung der Kontrollprämie mit der Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz argumentiert.⁷⁶ So müssen EU-Mitgliedstaaten im nationalen Recht eine Angebotspflicht verankern,⁷⁷ dürfen aber keine Kontrollprämie

⁷⁰ KÜHNI (FN 67), 186. Nach FRICK soll das Mitverkaufsrecht so ausgestaltet werden, dass es nur beim Verkauf von Aktien an einen unabhängigen Dritten ausgelöst werden soll (FRICK (FN 62), N 1237).

⁷¹ TREZZINI zeigt in seiner empirischen Untersuchung, dass 66 Prozent der befragten Venture-Capital- und Buy-out-Investoren in Deutschland, Österreich und der Schweiz Mitverkaufspflichten bei allen ihren Finanzierungen einsetzen und dass 24 Prozent der Investoren dies zwar nicht immer, aber häufig tun (TREZZINI (FN 61), 280). Vgl. dazu auch FRICK (FN 62), N 1207 ff.

⁷² FRICK (FN 62), N 1235; VON SALIS-LÜTOLF, Private Equity (FN 64), N 1162.

⁷³ FRICK (FN 62), N 1208.

⁷⁴ FRICK (FN 62), N 1235; VON SALIS-LÜTOLF, Private Equity (FN 64), N 1163; KÜHNI (FN 67), 189.

⁷⁵ Siehe III.6.1.

⁷⁶ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, 6883 und 6890; siehe dazu auch COURVOISIER (FN 60), 33.

⁷⁷ Art. 5 (1) der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (EU-Übernehmerichtlinie).

vorsehen.⁷⁸ Gemäss Botschaft stosse diese Divergenz bei ausländischen Investoren auf Unverständnis, was sich negativ auf deren Investitionsverhalten und auf den Liquiditätszufluss in den Finanz- und Börsenplatz Schweiz auswirke. Dadurch erleide die Schweiz einen Standortnachteil, was für die schweizerische Volkswirtschaft negativ sein könne.⁷⁹

Nachdem es um die Änderung einer bestehenden Regelung und um den Eingriff in bestehende Rechtspositionen geht, müssten das Ungenügen der bestehenden und die Überlegenheit der neuen Regelung klar dargetan sein. Dieser Nachweis scheint zurzeit nicht erbracht. Wie gezeigt, sprechen im Gegenteil gute Gründe für die Effizienz der aktuellen Regelung. Insbesondere schafft sie wirkungsvolle Anreize für die volkswirtschaftlich besonders wichtige, aktive Einflussnahme von bedeutenden Aktionären auf die Geschäftsführung der Gesellschaft. Das Verständnis oder Unverständnis ausländischer Anleger ist realistisch einzuschätzen. Professionelle internationale Investoren sind sich der Unterschiede zwischen verschiedenen Rechtsordnungen sehr wohl bewusst. In aller Regel wird es ihnen auch klar sein, wie sich ihre Rechtsstellung im Fall eines Kontrollwechsels gestaltet. Zeigen sie sich im Nachhinein überrascht, so ist dies meist Teil der psychologischen Kriegsführung: Der Kontrollerwerber soll in der öffentlichen Wahrnehmung in die Defensive gesetzt und so zur Aufbesserung seines Pflichtangebots gedrängt werden.

Des Weiteren fällt bei dem ins Feld geführten Vergleich der schweizerischen Regelung mit derjenigen der EU auf, dass er sich auf die Frage nach der Zulässigkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie beschränkt. Weitere Elemente, wie beispielsweise die für den Mindestpreis relevante Dauer, werden indessen ausser Acht gelassen.

Nach der EU-Übernahmerrichtlinie entspricht der angemessene Preis nämlich dem höchsten Preis, der vom Bieter oder von den mit ihm gemeinsam handelnden Personen in einem von den Mitgliedstaaten festzulegenden Zeitraum von mindestens sechs und höchstens zwölf Monaten vor dem Angebot für die gleichen Aktien bezahlt wurde.⁸⁰ Anders als in Art. 32 Abs. 4 E-BEHG vorgesehen, wonach sich der Mindestpreis fix nach den letzten zwölf Monaten bestimmt, steht es den EU-Mitgliedstaaten somit frei, diese Zeitspanne bis auf sechs Monate zu verkürzen. Während sich beispielsweise im Vereinigten Königreich der Mindestpreis nach den letzten zwölf Monaten richtet,⁸¹ gilt nach deutschem Recht der höchste in

den letzten sechs Monaten bezahlte Preis.⁸² Für die Position des Mehrheitsaktionärs ist die Zeitpanne nach der sich der Mindestpreis bestimmt, von unmittelbarer Relevanz. Mit der blossen Abschaffung der Kontrollprämie wird infolgedessen nur scheinbar eine Angleichung der schweizerischen Regelung an diejenige der EU erreicht. Soll die schweizerische Regelung der EU-Richtlinie angepasst werden, müssen auch korrigierende Elemente wie die Dauer berücksichtigt werden.⁸³ Andernfalls ist die Position des Mehrheitsaktionärs im Ergebnis in der Schweiz schlechter als in der EU. Damit erreicht man keine Verbesserung, sondern eine Verschlechterung des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz.⁸⁴

Darüber hinaus verlangt die EU-Übernahmerrichtlinie nicht, dass der Mindestpreis beim Börsenkurs anzusetzen ist. Wenn also der aktuelle Börsenkurs höher ist als die vom Anbieter in den letzten sechs oder zwölf Monaten getätigten Käufe, hat der Publikumsaktionär keine garantierte Exit-Option zum Marktpreis.⁸⁵ Teilweise wird diese Regel im einzelstaatlichen Recht verschärft, so etwa in Deutschland;⁸⁶ europaweit vereinheitlicht ist der Grundsatz aber nicht.

Geht man über den Europäischen Wirtschaftsraum hinaus, zeigt sich sodann, dass Kontrolltransaktionen und Kontrollprämien in vielen bedeutenden Märkten zulässig sind. So lassen die USA, Japan und Brasilien die Zahlung von Kontrollprämien in der einen oder anderen Form zu.⁸⁷ Dagegen kennen China,⁸⁸ Russland⁸⁹ sowie die US-Staaten Pennsylvania und Maine⁹⁰ und seit neustem auch Indien⁹¹ eine Angebotspflicht mit Verbot der Kontrollprämie.

Wettbewerbsnachteile aufgrund der bestehenden Regelung scheinen deshalb wenig wahrscheinlich. Noch viel weniger wahrscheinlich aber ist es, dass die bestehende

⁷⁸ Art. 5 (4) Abs. 1 der EU-Übernahmerrichtlinie.

⁷⁹ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, 6883 f.

⁸⁰ Art. 5 (4) Abs. 1 der EU-Übernahmerrichtlinie; BSK BEHG-TsCHÄNI/IFFLAND/DIEM, vor Art. 22-30 N 11.

⁸¹ Rule 9.5 des City Code on Takeovers and Mergers.

⁸² § 4 der Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)-Angebotsverordnung.

⁸³ Votum THEILER, Amtl.Bull. 2011, StR.

⁸⁴ Zudem können die Mitgliedstaaten entsprechend eindeutig festgelegten Kriterien Ausnahmen von der Mindestpreisregelung vorsehen (Art. 5 (4) Abs. 2 der EU-Übernahmerrichtlinie). Soweit ersichtlich wurde davon indessen bis anhin von keinem Mitgliedstaat Gebrauch gemacht (So auch DAENIKER (FN 26), 124).

⁸⁵ DAENIKER (FN 26), 124.

⁸⁶ § 4 und 5 der Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)-Angebotsverordnung.

⁸⁷ DAENIKER (FN 26), 128 ff.; Votum THEILER, Amtl.Bull. 2011 StR.

⁸⁸ TERESA MA/JIAN FANG/NICOLA MAYO, in: Linklaters (Hrsg.), Overview of the Takeover Law in Selected Jurisdictions, London 2010, 3. Siehe auch DAENIKER (FN 26), 136.

⁸⁹ DOMINIC SANDERS/GRIGORY GADZHIEV, in: Linklaters (FN 88). Siehe auch DAENIKER (FN 26), 133 f.

⁹⁰ GUIDO FERRARINI/GEOFFREY MILLER, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, in: Cornell International Law Journal 42 (2009), 308. Siehe auch DAENIKER (FN 26), 131. Vgl. zudem Votum THEILER, Amtl.Bull. 2011 StR.

⁹¹ Indien hat im Oktober 2011 die «non-compete fee» abgeschafft (MURTUZA BOHRA, Clouds over issue of Non-compete fees in Takeover Transactions, passim, 15. Dezember 2011, abstract verfügbar bei SSRN, abrufbar unter <<http://ssrn.com/abstract=1971567>>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012).

Ordnung gesamthaft eine volkswirtschaftlich negative Bilanz aufweist. Zu bedeutend nämlich ist der volkswirtschaftliche Nutzen einer aktiven Wahrnehmung der Aktionärsstellung. Und in dieser Hinsicht ist die geltende Regelung der vorgeschlagenen neuen wie gezeigt überlegen.⁹²

Immerhin muss das nicht für alle Gesellschaften in gleichem Mass gelten. Das könnte ebenfalls dafür sprechen, eine statutarische Anpassung der Mindestpreisregelung zuzulassen. Sollte eine Gesellschaft zum Schluss kommen, eine andere Mindestpreisregel oder eine preisliche Gleichbehandlungspflicht bringe ihr auf dem Kapitalmarkt einen Wettbewerbsvorteil, könnte sie eine solche in den Statuten vorsehen.⁹³

8. Ergebnis

Bei der Änderung der aktuellen Mindestpreisregelung geht es um den Eingriff in bestehende Rechtspositionen. Entsprechend hohe Anforderungen sind an den Nachweis der Notwendigkeit einer solchen Änderung zu stellen. Sie muss derart eindeutige Vorteile mit sich bringen, dass sich der Eingriff in die bestehenden Rechtspositionen klar rechtfertigen lässt. Dieser Nachweis scheint zurzeit nicht erbracht:

Das Aktienpaket des Kontrollaktionärs hat für den Anbieter und sein Ansinnen der (Kontroll-) Übernahme empirisch gesehen einen höheren Wert als die Summe einzelner Beteiligungspapiere. Der Mehrwert der Verfügungsmacht ist aber nicht mehr einfach mit dem potentiellen Missbrauch der Kontrolle durch den Erwerber zu begründen, sondern beruht vielmehr auf der Verfügungsmacht über das von der Gesellschaft betriebene Unternehmen. Ausserdem wirkt sich die Kontrolle in der Regel auch positiv auf den Unternehmenswert aus. Vom Übertragungseffekt aus der Einflussnahme von aktiven Aktionären profitieren die diversifizierten Minderheitsaktionäre besonders ausgeprägt. Des Weiteren wird der Erwerber einer kontrollierenden Beteiligung nur dann bereit sein, eine Kontrollprämie zu bezahlen, wenn ihm der Kontrollerwerb einen ökonomischen Vorteil bringt. Dieser ökonomische Vorteil kann im Wegfall von Such- und anderen Transaktionskosten, im Mehrwert der Kotierung oder in einem zukünftigen Mehrwert liegen. Keine Kontrollprämie wird der Verkäufer für Kosten verlangen können, die ihm in der Vergangenheit im Zusammenhang mit der kontrollierenden Beteiligung angefallen sind. Eine substantielle Kontrollprämie wird dabei nur bezahlen, wer sicher ist, dass er im Unternehmen künftig Mehrwert schaffen wird. Da dies allen Ak-

tionären zugutekommt, sollte der langfristig denkende Minderheitsaktionär der Kontrollprämie gelassen gegenüber stehen.

Der Nachweis, dass die Schweiz durch die geltende Mindestpreisregelung einen Standortnachteil erleide, ist schliesslich nicht erbracht. Wenn unklar ist, ob eine preisliche Gleichbehandlung einen Wettbewerbsvorteil bringen kann oder nicht, ist das in erster Linie ein Argument für eine statutarische Gestaltungsmöglichkeit. Möchte man eine Angleichung der schweizerischen Regelung an diejenige der EU, müssten auch korrigierende Elemente, wie die Zeitspanne, nach der sich der Mindestpreis bestimmt, berücksichtigt werden. Geht man über den Europäischen Wirtschaftsraum hinaus, zeigt sich, dass Kontrolltransaktionen und Kontrollprämien in vielen bedeutenden Märkten zulässig sind. Aus all diesen Gründen ist die zwingende preisliche Gleichbehandlung abzulehnen und die geltende Mindestpreisregelung beizubehalten.

IV. Opting Out und Opting Up

Gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG können Gesellschaften vor der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere in ihren Statuten festlegen, dass ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot nach Art. 32 BEHG verpflichtet ist (Opting Out). Auch nach der Kotierung ist die Einführung eines Opting Out jederzeit möglich, sofern dadurch nicht eine Benachteiligung der Aktionäre nach Art. 706 OR bewirkt wird. Zudem kann der Grenzwert für die Angebotspflicht statutarisch bis zu 49 Prozent der Stimmrechte angehoben werden (Art. 32 Abs. 1 zweiter Satz BEHG, Opting Up).

1. Spannungsverhältnis

Wie erwähnt⁹⁴ soll mit der Abschaffung der Kontrollprämie die Angebotspflicht und der Schutz der Minderheitsaktionäre gestärkt werden. Damit steht die Abschaffung der Kontrollprämie zu den Instituten des Opting Out und des Opting Up – statutarischen Beschränkungsmöglichkeiten der Angebotspflicht – in einem Spannungsverhältnis. Das Opting Out ermöglicht es einem Mehrheitsaktionär nicht nur, seine Aktien zu verkaufen, ohne dass der Anbieter den Publikumsaktionären bei Überschreitung des Schwellenwerts von 33¹/₃ Prozent ein Angebot machen muss, sondern hat auch zur Folge, dass der Hauptaktionär in den Genuss einer unbeschränkten Kontrollprämie kommen kann.⁹⁵ Ähnliches, wenn auch beschränkt auf 49 Prozent der Stimmrechte,

⁹² Vgl. dazu III.4.

⁹³ Dass der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung versucht sein könnten, eine solche Klausel als Teil eines Übernahmewehrscenarios in die Statuten aufzunehmen (Erhöhung der Kosten für eine Übernahme) wäre wohl in Kauf zu nehmen.

⁹⁴ Siehe dazu II.

⁹⁵ URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. Zürich 2009, 531 f.

gilt für das Opting Up.⁹⁶ Wer die Kontrollprämie negativ einschätzt, müsste also erst recht die Abschaffung des Opting Out verlangen.⁹⁷ Für eine solche Abschaffung könnte man auch anführen, dass das Opting Out – von gewissen einzelstaatlichen Regelungen in den USA abgesehen – bis heute ein Unikum geblieben ist.⁹⁸

2. Opting Out

Für die Beibehaltung des Opting Out sprechen dieselben Gründe, die oben im Zusammenhang mit der aktuellen Mindestpreisregelung dargelegt wurden.⁹⁹ Auch hier ist die gesetzliche Regelung klar. Wer Aktien einer Opting Out Gesellschaften kauft, weiss, dass bei einem Kontrollwechsel keine Angebotspflicht besteht. Wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Aktien scheint ein Opting Out nicht zu haben. Soweit ersichtlich wurde der Mehr- oder Minderwert eines Opting Out empirisch noch nicht im Detail untersucht. Der entsprechende Nachweis dürfte sich wegen der beschränkten Vergleichbarkeit verschiedener Gesellschaften auch nicht leicht erbringen lassen.

Die nachträgliche Einführung des Opting Out steht so- dann gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG unter dem Vorbehalt, dass keine Benachteiligung i.S.v. Art. 706 OR vorliegen darf. Die Praxis der UEK bzw. der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA, ehemals EBK) dazu lässt sich wie folgt zusammenfassen:¹⁰⁰ Im Leitentscheid der EBK i.S. Esec Holding AG erklärte die EBK die von der Esec Holding AG geplante Einführung einer befristeten Opting Out Klausel zugunsten eines spezifischen Erwerbers (Unaxis Holding AG) oder mit Blick auf eine spezifische Transaktion für unwirksam (Unwirksamkeit des sog. selektiven Opting Out).¹⁰¹ In Weiterentwicklung dieses Entscheids erachtete die UEK in ihrer Empfehlung i.S. Adval Tech Holding AG auch eine allgemeine, unspezifisch formulierte Opting Out Klausel für ungültig, falls aufgrund der Umstände in Wirklichkeit auf eine Bevorteilung eines konkreten Erwerbers bzw. einer konkreten Transaktion zu schliessen ist (sog. materiell oder

verdeckt selektives Opting Out).¹⁰² Vermutungsweise materiell selektiv und damit börsenrechtlich unwirksam sind demnach Kontrolltransaktionen, die innerhalb von fünf Jahren nach der Einführung der statutarischen unspezifischen Opting Out Klausel vorgenommen wurden.¹⁰³ In der Verfügung i.S. CI COM SA hielt die UEK sodann fest, dass sie die Zulässigkeit einer nachträglich eingeführten Opting Out Klausel nicht überprüfe, wenn die nach Art. 706 OR anfechtbare Unregelmässigkeit schon anlässlich der Beschlussfassung zivilgerichtlich durch Anfechtung des betreffenden Generalversammlungsbeschlusses hätte gerügt werden können (wie z.B. die unsachgemässe Begünstigung eines bestehenden Mehrheitsaktionärs)¹⁰⁴. Dies gelte aber nur, sofern es sich nicht um eine formell oder materiell selektive Opting Out Klausel handle.¹⁰⁵ Die Frage, ob eine materiell selektive Opting Out Klausel überhaupt je vor Art. 706 OR standhalten kann, wurde noch offen gelassen.¹⁰⁶ In der Verfügung i.S. COS Computer Systems AG stellte die UEK schliesslich klar, dass materiell selektive Opting Out Klauseln nicht per se unwirksam, sondern nach Massgabe von Art. 706 OR zu prüfen seien.¹⁰⁷

Indem nachträglich eingeführte Opting Out Klauseln nach Art. 22 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR somit keine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken dürfen, sind die Minderheitsaktionäre angemessen geschützt. Umgekehrt ist die Flexibilität, die das Opting Out schafft, und die eine Anpassung an die spezifischen Struktur- und Marktbedingungen einer Gesellschaft erlaubt, rechtspolitisch zu begrüssen.¹⁰⁸

3. Opting Up

Für das Opting Up können dieselben Gründe angeführt werden wie für das Opting Out. Dass zusätzlich zum Ausschluss der Angebotspflicht die Möglichkeit besteht, die das Angebot auslösende Schwelle bis auf 49 Prozent heraufzusetzen, scheint deshalb ebenfalls sachgerecht.

⁹⁶ Vgl. LUC THÉVENOZ, Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht, Referat im Seminar Quo Vadis – Finanzplatz Schweiz? Märkte und Marktentwicklungen im Effektenbereich vom 25. August 2011.

⁹⁷ So SCHENKER in seiner Stellungnahme zur Änderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG, 4 ff.

⁹⁸ FRANK GERHARD/ALEXANDER NIKITINE, Fusion – Angebotspflicht – Opting-out, GesKR 2011, 186; BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 3.

⁹⁹ Siehe Ausführungen unter III.

¹⁰⁰ Ein Überblick zur Praxis der UEK bzw. der FINMA (UEK) findet sich bei GERHARD/NIKITINE (FN 98), 187 ff.

¹⁰¹ Verfügung der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. Esec Holding AG, E. 3.c. insbesondere E.3.c.bb. Ausführlich zu selektiven Opting-Out Klauseln ISABELLE CHABLOZ, Les clauses d'opting out selectives. in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich/Basel/Genf, 2005, 115 ff.

¹⁰² Ein solcher Sachverhalt entspreche teleologisch dem formell selektiven Opting Out, Empfehlung 0184/01 vom 3. März 2004 der UEK i.S. Adval Tech Holding AG, E. 3.3.

¹⁰³ Empfehlung 0184/01 vom 03. März 2004 der UEK i.S. Adval Tech Holding AG, E. 3.4. Vgl. dazu auch Empfehlung 0204/01 vom 20. Juli 2004 der UEK i.S. HPI Holding SA, E. 3 sowie 0322/01 vom 21. Juni 2007 i.S. Golay-Buchel Holding S.A., E. 1.3.

¹⁰⁴ Die UEK hat diese Praxis in der Verfügung 0490/01 vom 22. September 2011 i.S. LEM Holding SA bestätigt und präzisiert. Vgl. FRANK GERHARD, Takeover Board Opts-Out from Opting-Out, in: CapLaw 2011, 43.

¹⁰⁵ Verfügung 0437/01 vom 04. März 2010 der UEK i.S. CI COM SA, E. 2.2.2., N 20.

¹⁰⁶ GERHARD/NIKITINE (FN 98), 189.

¹⁰⁷ Verfügung 0440/01 vom 04. Juni 2010 der UEK i.S. COS Computer Systems AG, E. 2.2., N 12 ff. Siehe auch GERHARD/NIKITINE (FN 98), 189 f.

¹⁰⁸ VON DER CRONE (FN 46), 49.

4. Ergebnis

Beim Opting Out und beim Opting Up handelt es sich um etablierte Institute, die es unseres Erachtens beizubehalten gilt. Ist man allerdings entgegen der hier vertretenen Position der Auffassung, Minderheitsaktionäre müssten bei einem Kontrollwechsel zwingend den gleichen Preis erhalten, wie der kontrollierende Aktionär, so müsste man zuerst das Opting Out in Frage stellen.

V. Angebotspflicht und Fusion

Zur in der Lehre umstrittenen Frage, ob die Grenzüberschreitung von 33 $\frac{1}{3}$ Prozent als Folge einer Fusion nach Fusionsgesetz (FusG) ein Pflichtangebot gemäss Art. 32 BEHG auslöst, hat sich die UEK bisher erst in zwei Fällen geäussert.¹⁰⁹ Während sie in der Empfehlung vom 23. Februar 2003 i.S. Flughafen-Immobilien-Gesellschaft noch offen liess, ob in solchen Fällen eine Angebotspflicht bestehe,¹¹⁰ hielt sie in der Empfehlung vom 15. April 2004 i.S. CIGC Holding SA et SGPR Holding SA fest, dass Zusammenschlüsse ein Pflichtangebot nach Art. 32 BEHG auslösen, sobald der relevante Schwellenwert überschritten werde.¹¹¹ Beide Empfehlungen ergingen noch vor dem Inkrafttreten des FusG am 1. Juli 2004. Eine eigentliche Spruchpraxis gibt es folglich nicht.¹¹²

Nach der hier vertretenen Meinung ist Art. 32 BEHG auf Sachverhalte der Fusion nicht anwendbar.¹¹³ Die genannte Norm dient dem Minderheitenschutz und dem Gleichbehandlungsgebot der Anleger.¹¹⁴ Im Falle eines Kontrollwechsels sollen die Minderheitsaktionäre aus ihrer Investition zu einem fairen Preis aussteigen können.¹¹⁵ Die Angebotspflicht dient also dem Schutz jener Minderheitsaktionäre, die sich nach einem Kontrollwechsel tatsächlich mit neuen Beherrschungsverhältnissen

konfrontiert sehen.¹¹⁶ Somit ist die Anwendung von Art. 32 BEHG von vornherein im Hinblick auf solche Minderheitsaktionäre nicht gerechtfertigt, die nach der Durchführung der Fusion vom gleichen Mehrheitsaktionär dominiert werden wie zuvor.¹¹⁷ Des Weiteren gibt es auch im FusG Minderheitenschutzregeln. So müssen gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG mindestens zwei Drittel der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen und die Mehrheit des von ihnen vertretenen Aktiennennwerts der Fusion zustimmen. Dass die Aktionäre, welche der Fusion und damit auch dem Kontrollwechsel zugestimmt haben, vor eben diesem Kontrollwechsel geschützt werden sollen, ist nicht einsichtig. Auch hinsichtlich dieser Aktionäre ist damit die Anwendung der Angebotspflicht abzulehnen.¹¹⁸

Es bleiben diejenigen Aktionäre, die sich mit einem Kontrollwechsel konfrontiert sehen und die der Fusion und damit dem Kontrollwechsel nicht zugestimmt haben. Zunächst ist festzuhalten, dass die Minderheitsaktionäre durch das in Art. 18 lit. a FusG vorgesehene qualifizierte Mehr besser geschützt sind als durch das bei der Einführung des nachträglichen Opting Out nach Art. 22 Abs. 2 i.V.m. 3 BEHG erforderliche einfache Mehr. Zwar bedeutet der Vorbehalt, wonach die nachträgliche Einführung des Opting Out keine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirken darf, für die Minderheitsaktionäre einen weitergehenden Schutz. Doch auch das FusG bietet mit Art. 105 FusG (Klage auf Überprüfung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte) einen über Art. 18 FusG hinausgehenden Schutzmechanismus, der die nicht zustimmenden Minderheitsaktionäre weitgehend vor ungerechtfertigten finanziellen Konsequenzen der Fusion schützt.¹¹⁹ Schliesslich enthält das FusG als später erlassenes Gesetz zwar einen Vorbehalt zu Gunsten des Kartellrechts (Art. 1 Abs. 4 FusG), aber keinen Vorbehalt zugunsten des BEHG.¹²⁰ Die fusionsrechtliche Regelung ist als abschliessend zu verstehen.¹²¹ Eine Grenzüberschreitung von 33 1/3 Prozent als Folge einer Fusion nach FusG löst folglich kein Pflichtangebot und damit auch keine Anwendung der Mindestpreisregelung aus. Daran ändert auch die Abschaffung der Kontrollprämie nichts.

¹⁰⁹ Empfehlung 0056/01 vom 23. Februar 2000 der UEK i.S. Flughafen-Immobilien-Gesellschaft; Empfehlung 0210/01 vom 15. April 2004 der UEK i.S. CIGC Holding SA et SGPR Holding SA; GERHARD/NIKITINE (FN 98), 175.

¹¹⁰ Empfehlung 0056/01 vom 23. Februar 2000 der UEK i.S. Flughafen-Immobilien-Gesellschaft, E. 2.

¹¹¹ Empfehlung 0210/01 vom 15. April 2004 der UEK i.S. CIGC Holding SA et SGPR Holding SA, E. 1.3.; GERHARD/NIKITINE (FN 98), 175.

¹¹² Vgl. auch GERHARD/NIKITINE (FN 98), 175 ff.

¹¹³ Siehe zu dieser Frage noch vor Inkrafttreten des FusG HANS CASPAR VON DER CRONE, Angebotspflicht, in: Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, SZW (Sondernummer) 1997, 44, 55. GLM. ROLF WATTER/THOMAS ROHDE, Fusion und Pflichtangebot, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, 8 ff.; BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 21; SCHENKER (FN 95), 472 f.

¹¹⁴ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369, 1417; VON DER CRONE (FN 113), 55; WATTER/ROHDE (FN 112), 9.

¹¹⁵ RUDOLF TSCHÄNI, Die Gruppe im Übernahmerecht – «Are we really all one?», in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 191.

¹¹⁶ WATTER/ROHDE (FN 113), 9.

¹¹⁷ Vgl. auch WATTER/ROHDE (FN 113), 9 und zur Beschreibung solcher Fallkonstellationen, in denen sich die Kontrollverhältnisse nicht ändern 3 ff.

¹¹⁸ So auch WATTER/ROHDE (FN 113), 10.

¹¹⁹ So auch WATTER/ROHDE (FN 113), 11.

¹²⁰ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 21.

¹²¹ Vgl. auch WATTER/ROHDE (FN 113), 11 FN 37.

VI. Statutarische Festlegung des Mindestpreises

1. Vergleich zu Mitverkaufsrecht und Mitverkaufspflicht in Private Equity-Finanzierungen

Wie der Vergleich mit Private Equity-Aktionärbindungsverträgen zeigt (dazu vorn III.6), besteht in der Praxis ein Bedürfnis zur differenzierten Regelung von Ausstiegszenarien. In diesem Sinn könnte neu eine Modifikation der gesetzlichen Preisbestimmungsregel durch Statutenbestimmung vorgesehen werden.¹²²

2. Zusammenhang zwischen dem Komplexitätsgrad einer Norm und der Marktreife

Der statutarischen Festlegung des Mindestpreises in den Statuten könnte man eine zu hohe Komplexität entgegenhalten. Eine Norm hat inhaltlich und sprachlich klar zu sein. Ein zu hoher Komplexitätsgrad beschränkt die Steuerungswirkung einer Bestimmung und verringert ihre Wirksamkeit. Ausserdem schafft eine hohe Komplexität Möglichkeiten und Anreize zur Umgehung.¹²³ Je weniger entwickelt ein Markt ist, umso simpler müssen die Regeln sein. In einem Schwellenland beispielsweise, in dem bereits die politische Lage unsicher und die Rechtssicherheit eingeschränkt sind, sollten wenigstens die Regeln einfach sein (z.B. Geltung des Prinzips «one share, one vote»). Je reifer sich ein Markt indessen charakterisiert, umso eher ist er in der Lage, mit differenzierenden Regeln umzugehen.

Das Beispiel des unbestrittenen massigen effizienten US-Marktes zeigt, dass entwickelte Märkte problemlos mit komplexeren Regeln zum Kontrollwechsel umgehen können. Die USA kennen schon viel länger übernahmerechtliche Bestimmungen als die Schweiz. Bundesrechtlich ist in den USA für das Übernahmerecht der Williams Act massgebend, mit dem 1968 der Securities Act von 1934 mit übernahmerechtlichen Bestimmungen ergänzt wurde. Zusätzlich sind die Vorschriften der einzelnen Staaten zu beachten.¹²⁴ Anders als im schweizerischen Recht ist im bundesstaatlichen Recht der USA keine Angebotspflicht verankert.¹²⁵ Eine 1983

von der U.S. Securities and Exchange Commission eingesetzte Reformkommission lehnte die Einführung eines Pflichtangebots entsprechend der britischen Regelung ausdrücklich ab.¹²⁶ Dafür sind die Offenlegungs- und Verhaltenspflichten für Mehrheits- bzw. Blockaktionäre – möglicherweise auch gerade weil eine Angebotspflicht fehlt – umfassender und komplexer als in der Schweiz.¹²⁷ Mit Blick auf die einzelnen Staaten kennt das Recht des Staates Delaware, dem in den USA eine gewisse Pilotfunktion zukommt,¹²⁸ keine Angebotspflicht. Nach dem Recht von Delaware ist der Verkauf von kontrollierenden Aktienpaketen kotierter Gesellschaften mit einer Prämie zulässig.¹²⁹ Weder besteht eine Pflicht zur Gleichbehandlung, noch kennt das Delaware Recht Mindestpreisregeln.¹³⁰ Offensichtlich haben die differenzierenden Regeln des US-Übernahmerechts der Effizienz des ausgeprägt kompetitiven US-Marktes für Unternehmenskontrolle keinen Abbruch getan.

Opting Out und Opting Up belegen, dass auch der schweizerische Markt problemlos mit differenzierenden Regeln zu Kontrolltransaktionen umgeht. In den dreizehn Jahren seit dem Inkrafttreten des BEHG hat sich der schweizerische Markt weiter entwickelt. Entsprechend kann davon ausgegangen werden, dass die Marktteilnehmer heute problemlos mit einer statutarischen Regel zu Preisbestimmung umgehen würden.

3. Abgrenzung der Kontrolle von der vollständigen Beherrschung

In Abgrenzung zum vorausgegangenen Erwerb i.S.v. Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 41 BEHV-FINMA greift die Best Price Rule, wenn der Erwerb nach der Veröffentlichung des Angebots bzw. des Mindestpreises erfolgte. In diesem Fall ist ein über dem Angebotspreis bezahlter Preis nach geltendem Recht ohne Abzug einer Kontrollprämie allen Angebotsempfängern zu bieten. Zur Beurteilung, ob ein vorausgegangener Erwerb vorliegt, wird üblicherweise auf den Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäfts abgestellt.¹³¹ Ein vorausgegangener Erwerb liegt vor, wenn der Vertragsabschluss und der Vollzug vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der

¹²² Unter Vorbehalt von Art. 45 BEHV-FINMA sind die Mindestpreisvorschriften gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG de lege lata zwingend und dürfen nicht statutarisch nach oben oder nach unten korrigiert werden. Solche Klauseln wären nichtig (BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 121 m.w.H.).

¹²³ Vgl. dazu den noch nicht erschienenen Aufsatz von HANS CASPAR VON DER CRONE/MATTHIAS MAURER/JAN HENDRIK HOFFMANN, Revision Börsendelikt und Marktmissbrauch, SZW 83 (2011).

¹²⁴ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 22–30 N 15.

¹²⁵ GEORG GEORGIEV GOTSCHÉV, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der organisierten Gruppe gemäss Börsengesetz, Diss. Zürich/Basel/Genf, 2005, N 890.

¹²⁶ KAI HAAKON LIEKEFETT, Die EU-Richtlinie aus ökonomischer Perspektive, Recht der internationalen Wirtschaft (RWI) 2004, 830 m.w.H.

¹²⁷ GOTSCHÉV (FN 125), N 890.

¹²⁸ DANIEL DAENIKER, Versicherung, Prozesskostensersatz und Freistellung (Indemnification) von Organpersonen: Vergleich des Delaware-Rechts mit dem schweizerischen Aktienrecht, in: von der Crone/Forstmoser (Hrsg.), Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich 2003, 525; ROBERTA ROMANO, The States as a Laboratory: Legal Innovation and State Competition for Corporate Charters, in: 23 Yale Journal on Regulation 209 (2006), 212.

¹²⁹ FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHER, The economic structure of corporate law, Cambridge, Massachusetts 1998, 129 f.

¹³⁰ DAENIKER (FN 26), 130 m.w.H.

¹³¹ LINDER (FN 39), 97.

Voranmeldung stattfinden. Dies gilt auch dann, wenn der Vertragsschluss vor dem Angebot, der Vollzug jedoch erst danach erfolgt. Der letztgenannte Fall ist jedoch anders zu beurteilen, wenn der Erwerb durch eine Bedingung an das Angebot oder den Erfolg des Angebots geknüpft wird (sog. cross conditions).¹³² Dann ist von einer gekoppelten Gesamttransaktion des vorausgegangenen Erwerbs und des öffentlichen Kaufangebots auszugehen. Der Erwerb unterliegt daher der Best Price Rule.¹³³ Der Fall, dass der Anbieter die vollständige Beherrschung einer Gesellschaft beabsichtigt, wird unseres Erachtens zu Recht anders behandelt als derjenige, in dem er bloss die Kontrolle erwerben möchte. Macht der Anbieter das Angebot an den Hauptaktionär davon abhängig, dass er gleichzeitig 98 Prozent der Stimmrechte der betreffenden AG erwirbt,¹³⁴ geht es einzig darum, die Minderheitsaktionäre loszuwerden. Im Vordergrund steht nicht der Erwerb der Kontrolle, die für die Gesellschaft und damit auch für die Minderheitsaktionäre einen Mehrwert schafft. Infolgedessen ist es in diesem Fall gerechtfertigt, dass der Anbieter allen Anlegern gleich viel bezahlen muss. Geht es jedoch primär um den Kontrollenerwerb, reicht es, wenn die Minderheitsaktionäre ihre Aktien mindestens zum Börsenkurs verkaufen können.

4. Ausgestaltung im Einzelnen

Eine Mindestpreisregelung mit statutarischem Gestaltungsspielraum könnte wie folgt aussehen:

Art. 32 Abs. 4 E-BEHG:

⁴ Der Preis des Angebots muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. *Die Statuten können den Abschlag auf den höchsten in den letzten zwölf Monaten bezahlten Preis weiter einschränken oder ganz ausschliessen.*

VII. Zusammenfassung

Nach der Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011 soll die nach geltendem Recht in Art. 32 Abs. 4 BEHG vorgesehene Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie abgeschafft werden. Aus Gründen der Bestandessicherung wäre eine Änderung der aktuellen Mindestpreisregelung nur zu rechtfertigen, wenn sie klar volkswirtschaftliche Vorteile mit sich bringen würde. Dies scheint nicht der Fall: Kontrollierende Aktionäre schaffen potentiell einen Mehrwert, der auch den Minderheitsaktionären zugutekommt. Die neue Regelung macht eine kontrollierende Einflussnahme weniger attraktiv, mit potentiell negativen volkswirtschaftlichen Auswirkungen. Eine Änderung lässt sich unseres Erachtens auch nicht mit dem Hinweis auf das Gleichbehandlungsgebot und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz rechtfertigen. Vielmehr sprechen gewichtige Gründe dafür, die aktuelle Regelung beizubehalten.

Wie der Vergleich mit Private Equity-Finanzierungen zeigt, besteht in der Praxis ein Bedürfnis zur differenzierten Regelung von Ausstiegsszenarien. Zu prüfen wäre deshalb eine Ergänzung der gesetzlichen Preisuntergrenze durch einen statutarischen Gestaltungsspielraum. Die Gesellschaft könnte danach in den Statuten den Preisabschlag auf den höchsten in den letzten zwölf Monaten bezahlten Preis gegenüber den gesetzlich maximal zulässigen 25 Prozent einschränken oder ihn ganz aufheben. Damit würde längerfristig der Markt über die für die betreffende Gesellschaft optimale Ausgestaltung der Preisuntergrenze für das Pflichtangebot nach einem Kontrollwechsel entscheiden.

¹³² Verfügung 0411/01 vom 19. Juni 2009 der UEK i.S. Métraux Services SA, E. 4.2.2.; Empfehlung I 0372/01 vom 6. Juni 2008 der UEK i.S. Hiestand Holding AG, E. 2.2.; Empfehlung IV 0318/04 vom 09. Juni 2007 der UEK i.S. Converium Holding AG, E. 9. Vgl. zur cross conditionality z. B. LINDER (FN 39), 177 ff.

¹³³ Verfügung 0416/01 vom 13. Juli 2009 der UEK i.S. Jelmoli Holding AG, E. 4.3.; Empfehlung 0307/01 vom 08. Januar 2007 der UEK i.S. Bank Sarasin & Cie AG, E. 3.2.; Empfehlung 0227/01 vom 09. März 2005 der UEK i.S. Büro-Fürer AG, E. 2.2.; BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 N 125 m.w.H.

¹³⁴ Hat der Anbieter im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebotes mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft erworben, kann er beim Richter innert drei Monaten auf Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere klagen (Art. 33 Abs. 1 erster Satz BEHG, sog. Squeeze Out).